



TITLE:

アジアの成長目的と為替金融安定化政策(2) ー調整可能な合成通貨制度の活用ー

AUTHOR(S):

砂村, 賢

CITATION:

砂村, 賢. アジアの成長目的と為替金融安定化政策(2) ー調整可能な合成通貨制度の活用ー. 経済論叢 1998, 162(3): 1-24

ISSUE DATE:

1998-09

URL:

<https://doi.org/10.14989/45235>

RIGHT:

經濟論叢

第 162 卷 第 3 号

アジアの成長目的と為替金融安定化政策（2）…砂 村 賢	1
日本アパレル上位企業の分析……………康 賢 淑	25
環境規制と産業の生産性……………浜 本 光 紹	51
自己現象からみた組織帰属意識の 認知メカニズム……………太 源 有	63
日韓海峡経済圏（1）……………鄭 應 周	85

学 会 記 事

平成10年 9 月

京 都 大 学 經 済 學 會

アジアの成長目的と為替金融安定化政策(2)

——調整可能な合成通貨制度の活用——

"I have called this principle, by which each slight variation, if useful, is preserved, by the term of Natural Selection." Charles Darwin

砂 村 賢

IV アジアの成長目的と為替金融安定化システム

アジアは一般に高い貯蓄率と教育水準を背景に、70年代後半から特に85年のプラザ合意以降のドル安円高の過程で日米への輸出を拡大し、今後ともこの工業製品輸出を中心とする経済成長政策には著変ないと想定されて居る。しかし自国経済優先主義の米国金利とドル相場の変動、及び国際市場の過剰 excessive な流動性資金が、規模狭隘、且つ調整機能未熟の新興国金融市場に大量に出入りすることで、自国経済及び通貨政策が攪乱される現状システムについては、制度的な見直し、事前 *ex-ante* に必要とされる。

これには大きく分けて三つの選択肢が有り得る。

- (a) 自国通貨の価値基準は従来通り米ドル本位制に求め、国内貨幣自主権も維持、価値安定、ドル・ペッグ制の堅持、資本移動のメリット享受、その上、相場変更の余地確保による多少の伸縮性保持、の全てを享受して行くか。
- (b) 資本自由化による国際市場統合化に対応する為替政策として、変動相場制か特定通貨圏の形成への参加のどちらかを選好するか (Eichengreen [1994])。
- (c) 全く独自の価値表示方式と成長戦略に従い、バスケット通貨を採用するとせば、如何なる市場条件を整え、有効な政策運営を発揮するのが得策か、

が本論の課題である。

(a) については現行体制上の問題点として先に可能な対応策に触れて来た。

(b)の通貨圏形成 (Mundell [1961], Eichengreen [1994]) は有力な解決策として選択肢に入れられるが、貨幣自主権の放棄というコスト乃至、犠牲を余儀なくされる。アジアの場合、具体的には円圏の形成が最も可能性のある提案となるが、現状では、政治外交的配慮、円相場の対ドル安定性、及び日本銀行の通貨管理能力に問題があってイニシアティブは採られにくい。技術的にはFB入札の公開、非居住者利息の源泉課税撤廃、TB, BA, CD, CP発行等の環境整備により、使い勝手の改善は可能であるが、ユーロ円建て取引に神経質であった通貨当局が、円アクセプタンス手形の再割にも無制限に応じ、市場でのavailability拡充に積極的となり得るかどうか、又、決済、投融资、外貨準備など基軸通貨に要求されている機能を持つには取引引き当事者がコスト採算面で円使用に有利性を見出さねばならない。対ドル円相場が95-98年の三年ばかりの間に¥80-¥145等と大幅な変動を繰り返す通貨に果たして anchor 機能を認めてもらえるのかどうか、政治的にもアジア各国は発展段階、資源賦与、価値観、勤労気質、等の点で多様性を持っていること、経済的には米国市場向け輸出の重要性、資金調達の便宜や価値基準の面での米ドル依存の実態から見て、円圏実現には着実な実績作りこそ必要で、時間を要する。更に20年も経てば中国が人民元使用を在外華僑5千万人に呼びかけて環境作りを始める可能性は十分にあり得る。その上、米国が基軸通貨国として享受している seigniorage は大きいので¹⁾ 公に反対して来る恐れは十分にある。政治的なイニシアティブは日本として採りにくい立場にある。

1) seigniorage はインフレ率と同義語にも解釈され、通常3%以内と見られるが、米国の場合は海外のドル資産保有額が大きく、97年末で公的債務残高は5兆5千億ドルとされる (Financial Management Service's Website)。これまでのユーロ・ダラー市場は、米国の seigniorage 貨幣特権でありながら、直接的にはその量的統制の対象には入っていなかったが、今後ユーロや円にアウトライイトで転換される事は十分に予想される。国際通貨国が享受する貨幣特権のメリットは大きいのが、経常収支の赤字が累積し、投資物件にも魅力が無くなり、インフレ率のせいで価値基準にもならない場合には、海外投資家は金融資産を他通貨債券に転換することから、通貨政策上はデメリットに働く要因に変じ得る。

(c) では三点が重要である：(i) 価値基準はもはやドルだけではなくて、ドル、マルク、円の三大通貨構成による合成バスケット通貨 (Asian Currency Unit, ACU と呼称するが構成比率は各国自由とする) として計算するのが中立的である。三通貨は相互に自由変動するが、ドル高は円安、又はマルク安でもあり、ACU 自体は相対的に価値が安定化する (ポンドをどう評価するかは各国の自主判断とする)、(ii) 中長期資金の (特に固定低利での) availabilityこそ、国際通貨に求められる基本機能の一つであり、各資本市場での信用力、経済外交関係、各種金融商品の開発仲介能力が評価の中心となる、(iii) バスケット構成比率としては既存 *ex-post* の融資貿易取引のシェアをベースに決めるよりは、輸出デフレクターをも勘案し、中長期の資金需要、金融便宜、市場信用評価を指標に、途上国自身の成長戦略に見合うよう *ex-ante* に決定する事が重要で、基軸通貨国ではない国の側に国際通貨選択特権があって良い。

アジア諸国が97年来の危機体験に基づき制度システムの再構築を *ex-ante* に自ら行うに当たり、日本の支援を強く望み、実現可能な枠組み作りを IMF より有効に日本が提案し得るのであれば、技術協力の形でアジアに貢献する意義は十分にあるであろう。

いずれにせよ、日本経済の将来は、高度科学技術を基盤とする付加価値製品の生産と国際公共プロジェクトの推進、並びに米国、欧州圏に対応し得る資本市場機能を備えて、中長期的な国際資金配分を進め得る仲介能力にしかなさそうである。世界最大の純債権国としてその潜在能力は十二分に備えている。要は市場機能円滑化の環境と制度整備の方向を誤らない事、及び持ち前の専門能力を充分に生かすことに掛かって居る。金融競争に馴れ合いと悪平等は禁物である。円圏の形成は多様な発展経路の問題はあるがアジアが望む限り一つの選択肢ではある。この際、ドル本位制を離れ、自国成長の戦略に沿ってバスケット通貨を採用し、必要に応じその通貨構成比率を変えることで実質特定通貨圏としてのメリットを追求するのも途上国に与えられた特権であって良い。

要するに、アジア各国の為替金融安定化政策実行の原則は、(A) 自国の成長

戦略や国際便益、及び外交戦略に基づき自由に adjustable peg, managed float, 完全変動相場制, basket currencies の何れの相場制度を選択するにしても自決を原則とする。政治的な押しつけはしない、(B) マクロ経済の運営、就中、インフレ抑制、財政の健全性、通貨供給、銀行監督等、については透明性を持ち、IMF 意向等も踏まえ自己責任と規律性を維持する、(C) 政府間、中央銀行間では定期会合の他、常時、市場情報の交換を密にする、(D) 各種 facilities 活用に当たってはそれに付帯する条件を厳守する、(E) 域内貿易投融资の促進を相互に極力努める、等である。

1 為替政策と經常交換決済通貨

アジア新興諸国が依然、日米向け輸出とドル借入れを中心とする成長を志向するなら、米ドル圏の一員としてドル・ペッグ制を採るか、経済のドル化 dollarization も選択肢に入る²⁾。しかし他方でアジアの多くは域内取引引きが既に4-5割を占め、高度成長の故にその比重は更に高まる方向にあり、その上ユーロ圏への輸出拡大など今後は市場の多様化をも戦略目的とするのであれば、国際市場を自由移動する短期性資金量が過剰で、価値基準としてもインフレ率が高く不安定、金利政策も自国優先となり易い米ドルとの固定制一辺倒を再検討し、多少の柔軟性と外貨準備の多様化や安定化が工夫されて良いと判断される時期に来ている。

經常の貿易決済用の通貨は業者がコスト採算性及び金融の availability と便

2) 経済のドル化 dollarization は国内貨幣の機能(計算単位、価値保蔵、媒介交換)が充分でない状況下で、市場がドルにその代替を求めるもので、インフレ率が高く、交換決済にも国内通貨使用が回避され、財政も赤字続きで、貯蓄手段を外貨に求める国で見られる現象である。国内銀行システムは本来の仲介機能を發揮出来ず、外貨の流動性危機を招きやすい。lender of last resort が不在となるからである。1992年9月ロシアへの世銀ミッションに参加した筆者のアドバイスである銀行機能の改善とドル預金取扱い原則に拘わらず、ドルの国内使用は市場経済移行国で現実化しており、中央銀行の機能や独立性も低下している。ただドル・ペッグ制保持の為、国内金利を異常に高く維持し、民間投資を抑制したり、短資による投機に曝されるよりは、ドル化の方が有効な時期は有得る。その意味で香港の金融機能は中国の金融市場として、オフ・ショア市場に止まるのか、国内向け資本市場をも志向するのか、上海の発展とも絡み通貨当局のビジョンと手腕が見所となる。ここでもバスケット通貨制は選択肢の一つに入れ得る。

益、取引き関係を考慮して、個々に自主的に選択決定して良い³⁾。現状では第三国間取引きでは依然ドル建てが圧倒的シェアを占め、メリット次第でアジア域内でも自国通貨の使用が増えて来ている(井上 [1997])。決済通貨は専ら finance の便益性及び取引き関係に依るところが大きい。シンガポールや香港市場の貿易金融機能や銀行信用は域内では元々高く、域内資本移動が活性化すると、自国通貨建て取引きの比重も一層高めて為替リスク回避を図り、日本円も輸入アクセプタンス手形の再割制度を拡充して貿易金融を円滑化すれば、域内の取引きは一層活発化する。

シンガポール・ドルは managed float、香港ドルは米ドル・ペッグ制、日本円は変動制として、従来の特色を保持して良い。アジア地域内金利差を考慮して、相場は相互には例えば上下4%程度の変動に努める協調をする。三通貨はインフレ率の趨勢的違い(PPP)には *ex-ante* に crawling peg 等の手段で相場調整が可能な余地を残し、全体として例えば20%以内の変動に止める。

日本円とのリンクを想定し得る国としては基本資本財や新素材の輸入実績があり、円借款取り入れの大きいところや資本取引き管理様式が歴史的に相似しているところが考えられる。日本の業者自身が経常的輸入品目や資本財輸出保険につき、コスト有利な円建て化を意図すれば、貿易面では少なくとも欧州並に半分程度は自国通貨建てとなり得る。円の国際化は技術的にはそれほどの問

3) 貿易金融のメリットは大きい。金融の便益に応じ当事者が自由に決済通貨を選ぶ事は望ましい。輸出業者が輸入業者相手に振出した為替手形を LC 開設銀行に引受けさせ、取引き銀行に買取りを依頼し代金回収を急ぐ時、中央銀行も低利で再割してくれれば貿易金融は円滑化する。取引き銀行間に信用があり、円建てであれば日本銀行の対応が決め手となろう。但し、IMF は日銀再割適格をも補助金と見做して反対する惧れはあるが買ひオペの一環として考えれば良い。

貿易決済通貨は業者が便宜に応じ自由に選択するが、投融資、運用通貨については中期的見地から戦略的に考え、今後の経済成長、投融資関係の多様なバランスを考慮した上で、安定的な通貨価値基準を域内共通に採用するか、各国が独自に自国の立場から *ex-ante* に貿易投融資関係に配慮したバスケット通貨(拙稿論文(1)、第162巻第2号、第III章参照)を工夫し、その柔軟な活用が検討されても良い状況である。勿論、現状のアジア各国発展段階は余りにも違うし、賃金コストや tradables と non-tradables との価格差が未だ大きく、政治的思惑もあり、共通通貨採用は現状では時期早尚と言うより非現実的で、各国自身が自ら決定するバスケット通貨の採用が妥当であろう。どのような為替政策を採用するかはあくまでも各国の自主決定に委ねばならない(論文(1)、第III章、原則 A)。

題ではなく、ドルとユーロに対する相場の安定化努力と lender of last resort の役割を持ち得る通貨は他に見当たらないからであるが、政治的決定が難しいのが現実的な制約要因である。三通貨何れが域内貿易金融に最も利用されるかは、使用の便宜、コスト、金融の availability により、実績で判断される。

2 資本自由化と金融システム機能の強化

開放小国の多いアジア地域での国際資本移動の問題点は既述のように、基本的に (a) 過剰流動性と volatility への有効な対応、(b) 自国通貨の対米ドル相場の変動、(c) ドル・ペッグ制下に於けるマルク、円、ドルの三大通貨相互の相場変動による自国経常収支への影響とに分けて対応策を考えるのが有効である。(a)は銀行部門の強化と証券市場の流れや管理機能の問題として対応策を必要としていて、(a)(b)は論文(1)、第Ⅱ章で検討済み、(c)は本稿第Ⅳ章第3節、第Ⅳ章第4節で更に触れる。

貨幣の機能は、今や伝統的な交換、決済、媒介、投資手段、価値保蔵に止まらず情報と文化も伝達し乍ら、实体经济のリスクを、二次元、三次元に分散派生し (derivatives)、債権とコストの切断、効率運用リスク・ヘッジ手段として役立つと同時に、その浮動性をも増幅している。株式指数やオプション取引はその典型である。国際市場との資本交流を拡大しようとするならば、情報、リスクの分析と通貨量の調整能力、コスト操作が銀行部門と証券市場の双方で不可欠である。国際資本は、情報技術の発達と資金量の増大に拍車をかけられて、わずかな金融情報と利鞘裁定の目的で、瞬時に移動するからである⁴⁾。

4) 世界の金融資産は論文(1)、注16のように株式20、債券20、銀行資産10の合計約50兆ドルに及び (BIS [1998])、世界の GDP 合計27兆ドルをもはるかに上回る。derivatives 残高は28.7兆ドル (97年6月、取引引き高は半年で13.8兆ドル)、他方、外為取扱高も増大して一日1.2兆ドル (1995年4月、その95%は金融取引引きで経常取引引きはわずか5%)、途上国への民間資本流入額は1730億ドル (世銀推計 [1997]) と膨張しており、ヘッジ・ファンド (既述 macro hedge funds に各種 relative value funds を加えれば八種類あり) の数も1000あって、その資産は1100億ドルと推計されている (IMF [1998])。このように肥大化された過剰資金が一部なりとも開放小国に出入りすれば地場金融の均衡はもろくも破壊され修復に時間を要する事は目に見えている。その対策の基本は勿論健全なマクロ経済政策の運営、過剰資金の流れの誘導、熟達した銀行経営と証券市場過熱化の調整技術にある。

ちなみにアジア96年の銀行部門への資金流入はネット555億ドル、97年の流出はネット213億ドルであった (IMF [1998])。この銀行による短資取り入れに対しては、預金準備率の引上げ、流入資金量の不胎化政策があり、流出には外貨準備及び NIF や stand-by facility の増強範囲内で対応は可能である。標準的な Prudential Banking Regulation の一環として、自己資本に応じた為替高規制の強化、Basle accord の遵守、off-shore banking 勘定の峻別と ALM ミスマッチの是正、特に満期構造の調整指導、その上必要あれば開放小国は利子平衡税や Tobin tax 類似の適用、有事には短期間の非居住者債権債務勘定の為替管理も許されて良い。その他金融システム安定の為の銀行監督政策には歴史的実務的にも常套の智慧は十分にある (湯野 [1996])。

証券市場には、96年121億ドルの流入と97年には116億ドルの流出があった。底の浅い途上国市場での過熱、特に投機圧力に対しては、市場取引コストを高めるのが効果的で、例えば、空売りポジションには現金積立てや取引証拠金率の引き上げなどの対応は認められて良い。小国金融市場の均衡化、調整能力を超える投機的な過剰資金の出入りに対しては、monetary sovereignty の確保と信用不安防止の見地から、為銀を通じるポジション規制により質量の調整は或程度可能である。

經常取引と短期資本取引には、いずれの通貨を活用するも差し支えないが、政策対応の基本は、第一に、Polak Model⁵⁾ の政策変数の拡大余地、即ち、外貨準備、資本流出入量、及び為替変動の伸縮性にある。これは同時に後述の如き中長期 facilities や中長期債の活用を準備する事で一層の効果を増す。第二に、域内マクロ経済情報等の非対称性と通貨の連鎖反応防止の為の情報交換、政策協調の機会が、当局、市場、民間レベルで緊密化が是非とも必要である。第三として、ドルに代わる中長期の価値表示基準、或いは中長期資本取引にはドル、マルク、円の三大通貨から構成されるバスケット通貨 (ACU) が価値安定手段として、又、低利固定資金調達手段として役立つ。例えば

5) 拙稿論文(1)、第162巻第2号、7ページ、注2参照。

ACN (Asian Currency Network) 多通貨債券発行などにより back-up facilities が十分に用意されれば、通貨信認にも寄与する筈である。各種の中長期投融资の債権債務関係がこの numeraire に近い形で表示され、機会ある毎に可能な限り ACN 債券が活用されれば効果も大きい。第四に、ACN 債券の流通価格に発行体に対する投資家信認や中長期金利の動向が反映され、市場需給を示す有用なシグナルとなることが期待される。現実には各国 agents や Asian Monetary Fund を支援するスキームが当初の段階で重要な課題となろう。

3 基軸通貨機能と合成バスケット通貨

ペッグにしろフロート制にしろ各国為替相場は1971年8月の米ドルの金交換停止以降もドル表示が事実上の取引基準になっていて、*de facto* の米ドル本位制を継続している。話題になる目標相場圏の枠組みも McKinnon [1996] の構想もすべて米ドルを基準に仕組まれている。金利政策の G7 協調も国益優先の視点からなかなか合意が得られず、実質為替相場水準の現状妥当性をチェックする各国 PPP による調整も生産要素の硬直度に違いがあって現実には困難を伴う。SDR が世界通貨として法的効果を持つにはユーロ圏の様に各国が貨幣自主権を放棄し、世界大での中央銀行の設立により信用創造や金融便宜が図られないと *workability* はない。SDR の市場活用は米国初め各国の貨幣自主権 *monetary sovereignty* もあって精々、国家間の計算単位、評価としての意味以上は持ち得ない。又、共通通貨圏の理論的基礎となって居る労働の移動も、言語、民族、宗教の違いが障害になっていて、特に経済水準の大きく異なる国々の間では簡単には実現し得る状況にはない。財政面の制約も大きい。ユーロ圏での各国失業問題や地域格差の是正が如何に進められるかは壮大な実験の段階である。

貨幣機能は市場が自由に交換決済、投融资に使える様、システムとして *finance* の実態を伴わないと発揮出来ない。ユーロ通貨は永年協議、努力を積み重ねた結果、単一通貨導入に合意した参加国（当初11ヶ国）共通の貨幣とし

て市場システム機能を法的に保証し、信用創造も可能となり、通常取引きにも活用して行くものである。1999年初頭から参加しない国でも将来の参加や緊密な貿易投融资取引き関係を考慮して自国通貨の対外表示はドルではなくて、市場取引きでもユーロ表示とし実質的にユーロ・リンクに切り換えるところも出現しよう。経常取引きに必要な金融の便宜が欧州中央銀行 (ECB) を通じ市場でも供与されるからである⁶⁾。

基軸通貨機能として必要なのは、(i) 交換、決済、短期金融の機能に加え、より重要なのは、(ii) 価値安定 anchor としての役割 (従って外貨準備の充実、対外債権ポジションの確保)、(iii) 中長期投融资資金のファイナンス能力、それに、(iv) 万一にも必要な最後の貸し手 lender of last resort (LLR) としての存在である。(i) は市場ベースで決まるが、前述の通り金融インフラ環境整備、インセンティブ、便宜の問題あり、(ii) は 5-10 年スパンでの実績的裏付けを必要とする。かつては金が冷徹、野蛮にこのルール役を貫徹して来た。ブラザ合意の如き政治的協調を除けば、マルク、円、よりの確には後述の様に三極通貨による構成のバスケット計算単位が価値基準として相対的に最も安定している。何故ならドル安に成れば円、マルクが値上がり、円、マルク安ならドル高と成って countervailing に安定化するからである。ユーロ登場により、三通貨による相対的安定化が実質的な国際価値基準になるのが現実的である。(iii) では固定金利での投融资の availability、特に中長期外債、株式の発行及び流通市場、

6) 歴史的に国際金融市場で中心的役割を果たし、数々の金融技術革新も先取りして来た英国が、数年にしる EU 参加を見合わせた背景には、国内社会政策上の問題に目途を付けてからと言う説明以外に、シティーの金融仲介機能と為替収益の動向、及び共通通貨導入の初期コストを見極めたいほか、歴史的なポンド通貨とシティーの国際的技術手腕を評価していて、LIFFE や DTB 等の国債先物取引きや電子決済システムでは既にし烈な競争が展開している様に、独自のメリット追求を模索しているとも伺われる。永年の同胞である米国の貨幣特権 seigniorage に対する配慮も、ポンドの歴史的的政治的体験から (Strange [1971]), 感ぜられる。円圏構想は、為替相場の円建て化と国際化、即ち、各国通貨を円にリンクすることから始まるが、アジアの場合、金融技術的な環境整備は可能であるとは言え、先述の様に参加者の政治的、経済的メリットについての理解、戦略、コンセンサスを得るには市場体験と言うプロセスを必要とする。従って、現実にはバスケット構成通貨のウェイト・シフトも考慮に入れ、メリット・ベースで自由参加の方向を採るべきであろう。

高付加価値資本材の延べ払い条件付与のファイナンス、ハード、ソフト両面での専門技術力、保険機能等が決定要因と成る。通常の経済力では持続的大規模には果たし得ない基軸通貨には最重要の不可欠要因である、(二)はマクロ経済面での情報公開、緊密な対話、政治外交的配慮、経済協力関係が前提となる。日本はこれまで実績は少ないが、何れについても潜在的に専門能力を充分持っており、規制緩和、ビッグ・バン後にはその機能を市場ベースで遺憾なく発揮される事が期待される(後段第IV章第4節参照)。これまでもIMFと協力し、メキシコ、インドネシア、韓国、インド向け等日本による金融支援の実績は高い。今後はIMFを巻き込みつつもより具体的、有効な経済改革条件を付して実行することが絶対要件となる。

(イ)(ロ)は *de facto* が全てであるが、(イ)(二)には専門能力と戦略性が必要であり、*ex-ante* に制度面、或いはシステムとしての体制整備が必要とされる。バスケット通貨は構成単位の通貨自身が価値の相対的安定性基準を成すほか、市場では個別通貨に対して自国通貨相場は柔軟に変動を示す。三大通貨による *back-up facilities* が確保出来る仕組みがあれば資本自由化への対応も容易となる⁷⁾。

現行ドル本位制の問題の基本は、ドルの通貨価値自体が趨勢的には低下しつつある事と、内外市場を移動するドル資金量が今や過剰で、内外金利差や高収益機会を求めて自由に入出入りする激しさにより、特定市場の機能と均衡を破壊するほどの勢い *distortion* を与え得ること、従って他と比較して、米国投資物

7) 71年以来米ドル相場は一貫して対マルク、円双方に対して切下がっている(拙稿論文(1)、第162巻第2号、第III章第三図)。79-85年の時期にドルが値上がったのはFRB Volker 総裁による急激な金利上げと強力な金融引き締め政策によるもので、短期金利のロール・オーバーでの中長期借入残高の多い中南米を中心とする累積債務問題が露呈された。85年にはG7 プラザ合意により今度はドル切下げを政治的に実現した。当然ながら自国内均衡優先の政策を採って居り、その影響が途上国に及ぶ事は米国にとり二の次である。従ってドル基準よりはバスケット通貨の方が国際価値基準として相対的に安定している(試算第三表参照)。アジアの多くはこのドル安円高の過程で対日米輸出を大幅に伸張させて高度成長を達成して来た。日本を中心にアジアが蓄積した巨額のドル建て外貨準備(IMF: IFS May 1997: 日本 2167, その他アジア4245億ドル)の殆どは米国市場に環流。バブル崩壊後の日本貯蓄も生保等の機関投資家により米国債購入に向けられ(円安ドル高要因)、米国内金融緩和に寄与、米国内ではK401等の税優遇もあって、国内投資資金は株式市場に回り、空前の資産ブームに湧いた。今後は基軸通貨を米ドルに一本化せず、分散多様化し、それぞれについて *back up facilities* を設定しておくことが、価値基準安定に連なる。

件に有利性(実質金利7%以上等)のある間は、ドル相場は高目に維持され市場は活況を呈するが、経常収支の赤字が毎年累積する等、ファンダメンタルスの不均衡が大きく長く続くと投資家の相場や資産評価が変化し、更に欧州や日本経済の投資生産活動が活性化する時期となると、米ドルの先進工業国市場での需給関係は潜在的に崩れやすい状況が醸成される。金ドル本位制は71年8月に崩壊したが、依然ドルは多くの国で貿易決済、投融資手段に使用され、外貨準備でも約6割を占め、価値基準としてドル・ペッグの国では価値安定アンカーの役割を持っている。現実にはドルのマルク、円との相対価値は趨勢的に減価しているのにである(論文(1)、第162巻第2号、23ページ、第三図参照)。これは勿論、商慣行、金融便宜、金融商品、ビジネス規制等、経済活動の自由性と密接な関係にある。マルク、円の現状はこの点で米ドルには及ばない。しかし中長期的な価値基準としてはインフレ率を考えると明らかに金ドル本位制の時期と同等には論じられない方向にあることも確かである。今後は世界に占める生産力水準の高い三国の通貨価値、ドル、マルク(今後はユーロ)、円のバランスの上に実質価値基準が計算され得る。日欧がその通貨の利用価値、特に投資運用の機会、物件や自国通貨建て各種便益、税制、リファイナンス手段を向上すれば、価値基準や基軸通貨の意味⁸⁾、及び比重は三国間で大いに変わ

8) 現状の円には大きな役割は期待出来ないが、ユーロ通貨の位置付けはアジアにとり重要である。経済通貨圏 EMU の形成は、一般に経済水準が比較的近い国相互間では政策協調もし易くその潜在利益も大きいと見られるが、アジア経済は先述の様に極めて多様で、ユーロと同様な通貨圏の組成には無理がある。ユーロ圏は明らかに金融規律の強い独マルクに相場も収斂させる形を採って来ている。失業率、財政負担、インフレ率、税制など参加国共通の問題への取り組み意識が明確で、協力への利害も一致している。その上、歴史的・政治的にも米国の文化基準とは異なるもののプライドも高い。経営スタイルにも表れて居る。一般に生産力と賃金の格差は、対外的には要すれば相場の変動である程度調整は可能であるが、雇用、所得保障、社会保険、福祉重視のコンセプトは差し当たり国毎に異なり得る。ユーロ基準に移行して域内投融資を活性化するメリットは大きい、失業率や地域格差の是正は財政的にどこまで可能かは見所であろう。

戦後、経済発展の牽引車となった米国のドル通貨変質と資本移動の性格、並びにユーロ圏における投融資の活性化と言う世界経済今後の状況変化にあって、アジア各国が開拓可能な市場と成長機会、及び通貨安定システム構築への第三の道はあるのであろうか、その基本要件はどのようなものであろうか、が本論の目的である。途上国にとり、やはり第一に、成長の基本は直接投資と新技術の導入を通じる輸出工業化にあるとして、第二は分業促進による市場の多様化とそれに適合した為替相場の安定化システム、第三に情報集積と資本調達及び運用力、審査力の強化、ノ

り得る。現実にはドル、ユーロ、円が三極基軸通貨として、実質的な相対的価値の安定基準を形成し得る。従って途上国は、経常取引引きについては金融の cost や availability 次第で何れの通貨を交換決済に使用しても良いが、今後の中長期投融资関係と自らの成長目的を考えると、戦略的には三極通貨構成のバスケット単位を価値基準として選択することが望ましい。

ここで少し相場の試算表を見ながら一種の政策ゲームを展開して見よう。

先ず、第二表でマルク、円とアジア四通貨の対米ドル相場（第2四半期ベース）の推移を見てみると、第三図でも見た様に急激な利上げの時期（85・2Q）のドル高を除き、マルク、円は（A、C表）趨勢的に米ドルに対し切上がっている。これとは反対にアジア四通貨は（B表）趨勢として米ドルに対し一貫して切下げており、ウォンと人民元は特にその幅の大きい事が如実に示されている。

アジアは一般に米ドル安円高の過程で米ドルを借入れ日米向け輸出増進と工業化を進めて来た事が裏書きされている。これらは対米ドル表示（100%）であるが、試みに通貨計算単位（ACU）を ¥3: \$5: DM2 のウエートで計算して見たのがD表(イ)である。これを逆算して ACU100 に対する米ドルに直したのが(ロ)で、ACU 構成を 5: 3: 2 にそれぞれ変えて見たのが(ハ)及び(ニ)である（D表は1972年基準、D'表は1985年基準で計算）。この試算から構成比率 ¥5: \$3: DM2 の方が当然ながら米ドル切下げ率が大きく、且つ ACU100 としてはかなり安定的な推移を示して居ることが示されて居る。

さて、今後ともアジア地域成長の暗黙の条件としたいのは、(a)為替切下げ競争の回避である。今、対米輸出で競合関係にある AS 及び CH の二国について Beggar my Neighbour Policy をゼロ・サムゲームの駆け引きと想定すれば、第三表が考えられよう（今後の通貨として DM に代えてユーロ U を導入する）。

が中心となろう。アジアは一般に未だ tradables につき生産、技術、雇用調整の能力、柔軟性は高い。これに必要とされる金融システムとしては、価値安定、柔軟な相場調整、中長期資本調達 の便宜、万 一の場合の通貨協力体制の確立が基本要件とされ、これを備える合成バスケット通貨の活用は検討に値する。自由市場と比べ excessive な国際資本移動に対応し、*ex-ante* に成長に有効な体制整備を考えて見る必要がある。その基本目的は、(a)相場の安定化、信認維持、(b)相場調整の柔軟性付与、(c)安定資金の調達力拡大、(d)域内市場の投融资促進重視、にある。

第二表 マルク、円とアジア通貨の対米ドル相場の推移

(A表) US\$ 100,000の独日通貨額の推移

	DM	Yen
1972/2Q	317,613	30,339,000
1975/2Q	235,460	29,239,000
1980/2Q	181,053	23,269,000
1985/2Q	308,667	25,073,000
1990/2Q	167,797	15,525,000
1995/2Q	139,619	8,443,000
1998/2Q	179,367	13,574,000

(B表) US\$100,000のアジア通貨額の推移 (かっこ内は72/2Qに対する変化率)

	Bht	Won	Rpa	RMB
1972/2Q	2,080,000 (1)	39,433,000 (1)	41,500,000 (1)	226,730 (1)
1975/2Q	2,037,440 (0.9795)	48,400,000 (1.2274)	41,500,000 (1.000)	177,740 (0.7839)
1980/2Q	2,041,510 (0.9815)	59,407,000 (1.5065)	62,836,000 (1.5141)	150,090 (0.6620)
1985/2Q	2,744,190 (1.3193)	86,704,000 (2.1988)	111,216,000 (2.6799)	285,040 (1.2572)
1990/2Q	2,590,760 (1.2456)	71,019,000 (1.8010)	183,282,000 (4.4164)	472,210 (2.0827)
1995/2Q	2,462,910 (1.9390)	76,333,000 (1.9358)	223,186,000 (5.3780)	834,710 (3.6815)
1998/2Q	4,033,070 (1.9390)	139,457,000 (3.5366)	1,046,080,000 (25.2067)	827,930 (3.6516)

(C表) 対米ドル,DM及びYenの変化率(1972年基準) (C'表) 対米ドル,DM及びYenの変化率(1985年基準)

	DM/\$	¥/\$		DM/\$	¥/\$
1972/2Q	1	1			
1975/2Q	0.7413	0.9622			
1980/2Q	0.5700	0.7657			
1985/2Q	0.9718	0.8251	1985/2Q	1	1
1990/2Q	0.5283	0.5109	1990/2Q	0.5436	0.6192
1995/2Q	0.4396	0.2778	1995/2Q	0.4523	0.3367
1998/2Q	0.5647	0.4467	1998/2Q	0.5811	0.5414

注) DM/\$ (72/2Q) ÷ DM/\$ (72/2Q)

(D表) US\$100 相当の ACU 及び ACU100 相当の US\$ (1972年基準)

	(イ) US\$100 : ACU (¥3 : \$5 : DM2)	(ロ) ACU100 (¥3 : \$5 : DM2) : US\$	(ハ) US\$100 : ACU (¥5 : \$3 : DM2)	(ニ) 100ACU (¥5 : \$3 : DM2) : US\$
1975/2Q	93.692	106.7327	92.936	107.6009
1980/2Q	84.371	118.5241	79.685	125.4941
1985/2Q	94.189	106.1695	90.691	110.2645
1990/2Q	75.893	131.7645	66.111	151.2608
1995/2Q	67.126	148.9736	52.682	189.8182
1998/2Q	74.695	133.8778	63.629	157.1610

(D'表) US\$100 相当の ACU 及び ACU100 相当の US\$ (1985年基準)

	(イ) US\$100 : ACU (¥3 : \$5 : DM2)	(ロ) ACU100 (¥3 : \$5 : DM2) : US\$	(ハ) US\$100 : ACU (¥5 : \$3 : DM2)	(ニ) 100ACU (¥5 : \$3 : DM2) : US\$
1990/2Q	79.448	125.8685	71.832	139.2137
1995/2Q	69.147	144.6194	55.881	178.9517
1998/2Q	77.864	128.4291	68.692	145.5774

(資料) いずれも IMF の IFS 実数をベースに筆者試算。

第三表 為替切下げ競争の回避

CH	AS	
	現行相場政策の維持	切り下げ先行戦術
現行相場政策の維持	(5, 5)	(0, 10)
切り下げ先行戦術	(10, 0)	(0, 0)

次に、アジア諸国を三つのグループに分けて、(b)バスケット構成選択のゲームを試みて見よう (第四表)。

成長戦略と技術の選択、相場の安定化、輸出市場の多様化、比較優位の変化等の目的に応じ、予め明示されて居るバスケットを自国の戦略に基づき自由に選択することにする。分かり易く具体的に言えば、次のような条件が想定され得る：

- (イ) バスケット XYZ 内の三通貨 ¥, \$, U の構成比率は：X = 5 : 3 : 2 ;
Y = 3 : 5 : 2 ; Z = 3 : 4 : 3 とする。

第四表 バスケット通貨基準の選択

CH \	AS	X (5:3:2)	Y (3:5:2)	Z (3:4:3)
X (5:3:2)		(4, 6)	(3, 7)	(7, 3)
Y (3:5:2)		(7, 3)	(6, 4)	(6, 4)
Z (3:4:3)		(3, 7)	(4, 6)	(5, 5)

* 双方が Y を選択する確率は高く、その場合、CH 有利の機相が見える。
X はほぼ互角で競争的展開、Z なら AS に有利、Z-Z では互角、等と戦略見通しを立て、内外市場の変化を勘案して、各通貨のウエート・シフトも時に行う。ウエート次第で市場での個別相場の変動幅は通貨により大きな違いも出て来る。

(ロ) 三通貨はそれぞれ政策に特色を持って価値の安定を図り、市場競争を展開する。

(ハ) 生産、技術、情報、サービス、マーケティング、市場信用等の為替相場に対する感応度の点では、 $CH < AS$ 、賃金率に対する柔軟性の点では $CH > AS$ 、もっと具体的には軽工業品競争力では、 $CH > AS$ 、ハイ・テク製品では、 $CH < AS$ 、等と想定する。

(ニ) アジア諸国にとり欧州は比較的には馴染みの薄い市場と想定し、通貨ウエートは低め、且つ neutral に考えられているが、逆に特定製品輸出に注力し実質的相場切り下げの戦略に出てニッチ市場を開拓する事も考えられる。アジアにとり最良の成長政策は、¥, \$, U 市場に分散、各国が分業を通じて競争するところにメリットのあり得る事も示唆される。

最も重要なゲームは、(c)外貨中長期債務(調達)戦略にある(第五表)。

成長目的の一環として、中長期的な相場変動見通しに応じてバスケットを採用、中長期資金調達市場と資本財、技術輸入先の選択に戦略の重点がある。ここでは例えば下記を想定する：

(イ) 中長期財務管理面からは、コスト安、馴染みの市場、リスク分散、買い付け先の意向、市場感覚等に基づく判断が要求される。

(ロ) 円高方向時には米欧通貨が志向されるが、米ドル高時にはその逆、U 高時には起債市場での競争が鮮烈化する、等である。

第五表 中長期外貨債務戦略

TK 資本技術 調達先 LB 相場見通し	日 本	米 国	欧 州
中 長 期 円 高	(3, 5, 2)	(1, 7, 2)	(0, 3, 7)
ド ル 高	(7, 3, 0)	(5, 3, 2)	(2, 2, 6)
ユ ー ロ 高	(4, 4, 2)	(4, 4, 2)	(3, 4, 3)

* 円高時には欧米市場、ドル高時には日本から中長期資金を調達、ユーロ市場もニッチとして魅力あり、等の戦略が伺える。

(イ) 日米のこの比率は現場感覚とも一致。Uで若干異なるのは市場経験にもよるが、それだけ開拓の余地の大きい事を示唆している。

以上のゲームから、極めて大胆な方向性を引き出すとすれば、アジア各国は円高時は欧米資本市場を活用、ドル、ユーロ高時には日米資本市場が活用され易く、 $(\yen:\$:U)$ の選択肢として例えば、(3, 5, 2); (5, 3, 2); (3, 4, 3)のバスケット構成を適宜採択、時にウェイト・シフトや構成変更の余地を持つことで、第一に、自国通貨価値の中期的相対的な安定性を表示しながら個々の相場の実質的変動可能性と柔軟性 adjustable の手段を確保し得るメリットが挙げられる。例えばドルの異常高の状況下では中長期低利の円の比重を高めるバスケットを採用すると言う事は、円経済圏形成への環境造成の基盤にもなる。市場の投機に対しても、対米ドル固定相場平価の切下げの困難さや変動相場制ほどの激変性は、個別相場の変動、及び中期債券利回りの安定化、により相対的に避けられよう。三大通貨個々の市場相場は相互に変動してもバスケット通貨の価値自体は相対的に安定を示すからである。対米ドル等の個別通貨とのインフレ率格差累積に対しては、PPP等を勘案し、必要に応じ、実勢相場の動きを見つつ、極力 crawling peg 等の手段で *ex-ante* に介入調整しておくことが望ましい。第二は、中長期貿易投融资、インフラ整備の為のプロジェクト・ファイナンス及び公共投資計画に合わせて必要な中長期資金調達を、対外債務の満期構造安定化の見地とともに、バスケット多通貨債で起債（後記、第IV章第4節参照）するなどを計画的に進めおく事が、債券価格需給の安定化と通貨

政策への信認を高め、先物裁定取引の円滑化とひいては中長期金利コストの低減、従って投融資事業の安定拡大に寄与することになる。第三に、外貨準備の構成も、中長期資金返済計画等に合わせ、バスケット関係主要国より必要な back-up facilities と共に準備出来る目途を立ておくことが、対外金融政策面の信認確保とポジション安定化に寄与する。これら中長期の調達計画は、国内金融市場が国際短期資金に攪乱される機会を未然に防止するクッションにもなって、自国通貨の価値基準を明示する目的にも役立つ。勿論、経常貿易等の市場決済通貨には、当事者の判断、金融の便益のある通貨の何れが利用されても差し支えない。外貨準備は、元来、ドル一辺倒ではなくて、多様化が相場安定化政策上望ましい。バスケット構成に近い外貨準備が特定通貨への対応や万一の緊急時の介入には便宜であるが、市場状況如何で、この構成比率に拘束される必要はない。第四に、成長目的に応じ、ウエート・シフトし、投資資金調達コストや輸出構造も変え得る戦略も担う。個別通貨に対しては変動自由で実質的な切下げ、切上げが可能で、為替調整の柔軟性は、ドル連動性よりは大きいことになる。

4 調整可能な合成通貨システム (ABS) の採用とアジア投融資市場の育成

アジアの貯蓄率は一般に欧米より高い事が知られているが、現実にはかなりの部分が投資物件の多様な米国市場で運用されている。もしこの地域に、より魅力ある投資物件が揃えられれば、アジアへの資金回帰、環流に大きく寄与する筈である。アジア金融市場の流動性安定化と資本市場発展の為、現状の流れを変える仕組みが望まれるが、それはさほど難しいことではない。この地域で選好され易いタイプの金融商品の開発と金融仲介能力の問題に過ぎないからである。実質ドル圏に近い存在でありながら、東アジアの域内貿易投融資の相互依存関係が、対米関係よりも伸張している近年の状況からすれば、この構想は一層現実的である。

具体的には有効な中長期の融資手段 instruments として、域内各国 agents

が上記構成の各種バスケット債券か、域内機関投資家の好む通貨と銘柄の起債を、まずは自国オフ・ショア市場、又は東京資本市場で、2-8年物を中心に、固定金利で例えば4-9%程度で実現出来れば、国内低利で、対米ドル相場不安定の時期に、安全な国際分散投資運用を遂行し得ないまま、その専門性が問われている日本の機関投資家の間でも人気を呼ぶ事になる。適債基準は各市場で多少の違いはあっても、担保の有無、財務制限条項、従って格付けについては客観基準があって良い。行く行くは短期物にも拡大されようが、当初は中長期物中心で、3-10年物債券は資金使途に応じ政府保証が必要とされる。仮に域内投資家の親近感を高め、又、地場プロジェクト融資に地場民間大口資金を動員したい場合(PFI)には自国通貨も二割程度のウェイト付けをして発行することも充分考えられる。

例えば、Asian Currency Network ACN 債⁹⁾ X として (¥4:\$2:EU2:\$2); Y 債 (\$4:¥2:EU2:HS2); Z 債 (¥3:\$3:EU2:\$1:HS1); 等を仕組みば域内各国も起債者も信用力を高める好機と考え、中長期資金の調達安定化が図られ、域内投資家の関心も呼んで資金稼働力は高まるであろう。各種投資家ポジションの都合次第で、流通市場の売買も活発化し裁定取引も刺激され、これらの債券価格は市場金利の変化と資金需給を反映して、その流通価格や利回りの実勢は域内の金融状況を良く示す指標となる。中には自国貯蓄資金が国外に流出するのを嫌う向きもあるかも知れないが、起債者は市場環境を判断して自己に最も有利な純ドル建て債、円建て債、ユーロ債、或いは各種 Asian Currency Unit ACU 債 (¥5:\$3:DM or U2) の発行 (第二表D, D'の(i)) 等を自由に選択することが可能である。コストを勘案し call option も付して、満期調整も可能な起債が多数実現すれば、公開市場操作にも活用出来、域内流通市場が活性化し、域外投機性資金の介入余地も減少させ、引き受け能力、手数

9) Asian Currency Unit (ACU) の構成には戦略的に種々な組み合わせが考えられる。Asian Currency Network (ACN) は地場通貨も入れた債券の発行を推進し、域内での投融資プロジェクトの活性化と通貨協力を中期的に一層強固に促進、構築して行こうとするものである。

料、サービスをめぐる金融機関相互の競争が刺激され、中長期の固定金利資金の効率配分が一段と進むであろう。

域内で最も大きな資金源は日本であるが、今後とも円の対米ドル相場が大きく変動し得る状況での日本の機関投資家の姿勢としては、そのポートフォリオ資産を極力分散しようとするから、円対外貨の投資比率は基本として50:50前後としながら、ドルとユーロの変動に従いこの比率を適宜増減する仕組みが賢明となる。近年の国際機関や政府系の債券購入実績としてもアジア債券の半分近くは日本投資家が購入している様であり、これに欧州系が25%、アジアが15%、米系が10%程度の模様である。起債種類の多様化と市場規模の拡大とともに域外からの購入も増加するものと推測される。外貨もドルのみならず、ユーロの他、短期的に利回り有利、且つ為替リスクの比較的少ない通貨建ての投資物件を漁るであろう。中長期の起債需要は投資プロジェクト、外貨債の書き換え、外貨準備の補強、投資運用資金の準備と関係しており、域内資金ポジションの改善に役立つ。従って volatility の高い短期性資金依存の状態からの脱皮がかなり期待出来る。域内通貨当局間の市場情報の人手や連絡協議も容易になり、資金移動に伴う伝搬性への対応も域内流通市場の発展により可能となるはずである。

中長期資金調達が域内で容易となり活性化すれば、それは投融資プロジェクトの一般的増加に寄与し、investment banker, accountant, lawyer, consultant等の専門家の活躍舞台を一層広げる。それに付帯して域内の貿易、資本、サービス提供力も増大する。金融資本市場の活発化が域内投融資を促進し、経済統合のスピードとレベルをも高める。発展段階の違いや経済格差があるだけに、相互補完性も高く、情報入手の改善と信用力の解明が進めば、資本市場の機能向上が投融資の増大を更に容易にし、域内経済統合を実質的に一段と進めるのである。投融資プロジェクトで円借款がコアとなればそれだけリスクは縮小され、民間との協調融資にも地場銀行の参加が比較的容易となり、プロジェクトの管理体制も一層向上する。民間直接投資も ASEAN 同士に止まらず、イン

ドシナ、中国、インド、極東ロシア、日本も含めた展開が期待される¹⁰⁾。

5 通貨協力支援体制と米ドル、ユーロ圏との相場変動調整

このような域内資本市場活性化の先導には、各国中央銀行、agents、開発金融機関、Asian Monetary Fund 等が相応しい。通貨協力の支援体制も容易に整えられるからである。

起債の条件、coupon rate、返済期間構造の設定、covenants¹¹⁾等の先例作りにも有効である。各種 back-up facilities も手数料次第で拡大し、信用力補完と contingency 及び危機管理準備の意義は大きい。通貨危機発生後に支援を要請するのでは途上国経済に与える打撃は大きく、又、資金コストも割高となるので、予め自国の通貨政策運営上必要とする資金枠を自主的に準備しておくことが金融当局としての課題となる。バスケット通貨構成と同様の外貨準備を持つ事は中長期的にドル・リンクよりは自国通貨相場を安定させ、債券市場価格乃至利回りの動向を見つつ、過激なドル短資移動の制御にも間接的に優位性を持つ。要すればバスケット構成単位のウェイト・シフトにより自国の対米ドル相場も実質的に切り上げ切り下げが可能となり、柔軟性のある対ドル相場の調整によりコスト面からも相場安定に即効を挙げ得る。緊急の事態には、通常のIMF及び日米先進諸国からの facilities 供与に加え、アジア地域諸国間による支援も得られ易い状況が醸成され、単純な近隣窮乏化の切り下げ競争の防止にもなる。通貨危機といえども現実には自力防衛を基本とし、ACN 債、ACU

10) 仮に現地出資も円建てが可能であれば日系企業の進出は一層促進され易くなる。万一、デフォルトの場合も現地株式、債券への転換が認められる covenants を付せば、第三者への転売を通じ再活性化の道も開かれる。金融商品多様化と柔軟性具備による資本市場の仲介機能向上が、投資拡大的な域内統合を促進する原動力となる。

11) 民間は通常貸付契約の covenants で財務制限条項を折り込み、必要情報と報告資料を徴求している。例えば1977年2月インドネシア石油公社プルタミナが邦銀 agent の指導のもと債務支援を受けた際、必要事項の殆どが受け入れられたが、オイル・ブームで外貨余裕が出来ると競争相手の米銀と借換交渉の更新を行って、基本条項を削減する事実があった。情報開示の不足する所には長期の国際信用は確立しないと言う教訓は disciplines として記憶されねばならないのである。

債市場を中心とした情報交換, consultation, 及び協力ネットワークにより金融市場の安定化を指向する体制が整う。

ACN 債, ACU 債, その他債券, 何れもバスケット通貨の形を採れば, 価値自体は最も安定するが, 対ドル, ユーロとの相場変動に対し, 介入支援能力を持ち得るのは, 実質的に対外純債権最大の日本である。域内相互に支援ネットワークを形成してその裏保証の上に日本が必要な範囲内での相場介入する方式が考えられる。これら通貨協力の背後には anchor としての日本円の存在は不可欠で, 輸銀, 基金に加え, lender of last resort (LLR) として日本銀行による円投入も期待出来る点は強みであるが, 円リンク, 円通貨圏でない限り当然にはこのような commitment は存在しない。しかし各国が各種 ACU, ACN 債を発行し, その外貨準備や自国バスケット通貨に占める円の比重を高め, その上, 貿易金融面でも円建て取引を活性化するようになれば, 日本銀行としても円の安定, 円建て facilities の準備も時に要請されるであろう。それまでは構成単位の変更可な合成バスケット通貨採用がアジアにとり最も有効な通貨基準となる。円の比重を高め, その便宜が広がり, 投融資のみならず貿易面での円の使用決済, 交換価値が認められれば, それは現実には円の国際化の方向を示すものである。純債権国に対する金融資産の多様化を必要としている市場の要請でもある。

結 論

アジアの中長期成長目的に適合する為替金融安定化政策は, 調整可能な合成バスケット通貨 Adjustable Basket System (ABS) の採用にある。これにより, (1) 途上国は自国通貨の価値基準安定と中長期的な成長戦略を進める目的のため, 最も金融便益が得られやすい国際通貨を中心に, バスケット通貨の構成を *ex-ante* に決定, 且つ中期的に構成比率を変更出来る貨幣選択特権を持つ。ここでは個別通貨に対する市場相場は柔軟に変動し得る余地を確保する, (2) 輸出市場の開拓と多様化の機会が拡大し, 対外競争力を拡充し得る道が開ける,

(3) 成長に必要な中長期外貨資金の固定金利調達を域内市場中心に多通貨債券発行により安定化し、通貨協力のネットワークも形成可能となる、(4) 債券市場の発展により金融商品は多様化し、起債目論書を通じプロジェクト関連情報の公開が顕著に進み、マクロ経済の安定と域内投融資の機会が拡大する、(5) 円はアジア市場の要請、内外資金交流の安定的拡大、金融機能の拡充を通じ、中長期的に国際支援能力を高めてゆく基盤が構築される。

これに必要なゲームのルールは、(i) 三基軸通貨、ドル、円、ユーロは、従来通り市場需給に応じ相互に自由変動する（三国自体はバスケット制を原則採用しない）、(ii) バスケット制を採用する途上国は構成単位の変更、ウエート・シフトの都度、公開発表を行う、(iii) 途上国は自国の中長期成長政策に沿い、貨幣自主権を持ちつつ自国通貨の安定と国内流動性の状況に責任を持つ、(iv) 途上国の為替相場は個別通貨に対しては市場では自由に変動する、(v) 為替相場制度は短期流動性や国際収支の問題のほか中長期成長目的と投融資採算性や方向にも影響するので、consultation に当たっては、IMF の専管事項ではなく世銀との協議事項とする。

この様な ABS は、実質的にドル本位制からの離脱を意味する。

經常取引は従来通り民間の金融便宜に従い、市場ベースで何れの通貨でも交換決済されて良い。国内では貨幣自主権に従い、国内通貨供給やインフレ率に責任を持ち、個別通貨に対する相場も柔軟に変動可能であるが、自国通貨価値は米ドル基準ではなくて、より安定的な三基軸通貨のバスケット構成により、中長期的成長目的に応じ各通貨のウエートを表示する。中長期投融資の為の市場資金取入れの便宜、及び通貨協力のネットワークの必要性を勘案して、中期的なウエート・シフトも自主的に決定して行く事とする。

SDR や ECU が既存の取引き比重を前提に関係全通貨をベースとし、貨幣自主権を世界中央銀行なり ECB に集中する構想とは異なり、ABS では途上国が貨幣自主権を保持しつつ中長期の成長目的の戦略と便宜から、三基軸通貨のウエート付けを *ex-ante* に自主判断し、中長期の各種債券市場を戦略的に活

用する所に本構想の意義が存在する。アジアの経済成長には相場の安定性と中期的相場調整を必要とするが、Adjustable Basket System (ABS) はグローバル化の現状で最も有効な為替金融政策となる。(1998年8月31日脱稿)

"There is hardly more conventional subject in economic literature than financial crises." Charles Kindleberger

参考文献

- BIS [1998] *International Banking & Financial Market Development*.
- Calvo, Guillermo A. [1997] "Varieties of Capital Market Crises," in G. A. Calvo & Mervyn King ed., *The Debt Burden and its Consequences for Monetary Policy*, St. Martin.
- Caprio Jr., Ferard & Demirguc-Kunt, Asli [1997] "The Role of Long Term Finance: Theory and Evidence," World Bank.
- Caramazza, Francesco, Aziz, Jahangir [1997] "Exchange Rate Arrangements and Economic Performance in Developing Countries," *IMF World Economic Outlook*, October, 1997.
- Claassen, Emil-Maria [1996] *Global Monetary Economics*, OUP.
- Eichengreen, Barry [1994] *International Monetary Arrangements for the 21st Century*, Brookings. (藤井良広訳『21世紀の国際通貨制度』岩波書店, 1997年)。
- Eichengreen, Barry, Rose, K. & Wyplosz, Charles [1996] "Contagious Currency Crises," CEPR DP No. 1453.
- Fernald, John, Edison, Hali & Loungani, Prakash [1998] "Was China the First Domino? Assessing Links between China and the Rest of Emerging Asia," FRS No. 604.
- Goldfajn, Ilan & Mathieson, Donald J. [1997] "Are Currency Crises Predictable?," IMF WP/97/159.
- Hardy, Daniel C., Pazarbasioglu, Ceyla [1998] "Leading Indicators of Banking Crises: Was Asia Different?," IMF WP/98/91.
- IMF [1997] *International Capital Markets*.
- [1997 & 1998] *World Economic Outlook*.
- [1998] *Hedge Funds & Financial Market Dynamics*, Occasional Paper No. 166.
- 井上伊知郎 [1997] 「アジア通貨取引とタイ、インドネシアの為替相場制度変更 (上) (下)」『金融ジャーナル』1997年2月, 3月号。
- Ize, Alain & Levy-Yeyati [1998] "Dollarization of Financial Intermediation: Causes

- and Policy Implication," IMF WP/98/28.
- Johnston, R. Barry, Darbar, Salim M. & Echeverria Claudia [1997] "Sequencing Capital Account Liberalization: Lessons from the Experiences in Chile, Indonesia, Korea and Thailand," IMF WP/97/157.
- 関 志雄 [1996] 『円圏の経済学』日本経済新聞社。
- 河合正弘, QUICK 編著 [1996] 『アジアの金融・資本市場』日本経済新聞社。
- Lindgren, Carl-Johan, Gillian Garcia & Matthew I. Saal [1996] *Bank Soundness and Macroeconomic Policy*, IMF.
- McKinnon, Ronald I. [1996] *The Rule of the Game: International Money and Exchange Rates*, MIT.
- McKinnon, Ronald I. & Ohno, K. [1997] *Dollar & Yen*, MIT.
- Milesi-Ferreti, Gian Maria & Razin, Assaf [1998] "Current Account Reversals and Currency Crises: Empirical Regularities," IMF WP/98/89.
- Mundell, R. [1961] "A Theory of Optimal Currency Areas," *American Economic Review*.
- Nelson, Richard R. & Pack, Howard [1997] "The Asian Miracle and Modern Growth Theory," World Bank.
- Olivier, Jeanne [1996] "Would a Tobin Tax Have Saved the EMS?," in Andersen, Torben M. & Moene, Karl O., *Financial Liberalization and Macroeconomic Stability*, Blackwell.
- Polak, Jacques J. [1997] "The IMF Model-A Hardy Perennial," *Finance & Development*, IMF, Dec. 1997.
- Sheng, Andrew [1996] "Managing the Risks of Growth: Hard Money and Resilient Financial Systems," BIS.
- Strange, Susan [1971] *Sterling and British Policy—a Political Study of an International Currency in Decline*, OUP. (本山美彦他訳『国際通貨没落過程の政治学』三嶺書房, 1989年)。
- Sunamura, Satoshi [1992] "The Development of Main Bank Managerial Capacity" in Aoki, M. & Patrick, H. ed., 1994: *The Japanese Main Bank System*, OUP.
- Tobin, James [1978] "A Proposal for International Monetary Reform," *Eastern Economic Journal*, Vol. 4, July-October.
- World Bank [1997 & 1998] *Global Development Finance*.
- [1996] *Managing Capital Flows in East Asia*.
- [1995] *The Emerging Asian Bond Market*.
- 湯野 勉 [1996] 『金融リスク管理と銀行監督政策』有斐閣。

付記: 本研究に当たっては財団法人学術振興野村基金の支援を受けたことを茲に記して感謝したい。